

# Инвестирование пенсионных активов и развитие финансовых рынков в Украине

Александр Мертенс  
Академический вице-президент  
Международный институт бизнеса (Киев)

[www.iib.com.ua](http://www.iib.com.ua)

Alexander.Mertens@iib.com.ua



# Наиболее важные для успеха пенсионной реформы характеристики развития финансовых рынков

- сильная и продолжительная приверженность государства политике поддержания макроэкономической стабильности
- наличие ядра надежных и эффективных банков и страховых компаний
- создание эффективных регулирующих и надзорных органов
- сильная и продолжительная приверженность государственных органов не только в отношении осуществления пенсионной реформы, но и по отношению к осуществлению всех необходимых реформ в области рынков капитала

*Источник: Vittas (1999)*



# Влияние пенсионных фондов на развитие финансовых рынков

- Стимулирование конкуренции на финансовых рынках
- Способствование финансовым инновациям
  - ценные бумаги, обеспеченные активами
  - структурированные продукты
  - производные инструменты
- Целостность рынка
  - защита прав инвесторов
  - решение конфликтов интересов и агентских проблем

*Источник: Vittas (1999)*



# Влияние пенсионных фондов на развитие финансовых рынков (прод.)

- Модернизация рыночной торговли
  - в т.ч. процедуры клиринга и расчетов
- Улучшение корпоративного управления
- Улучшение системы регулирования
  - создание эффективной системы регулирования и надзора

*Источник: Vittas (1999)*

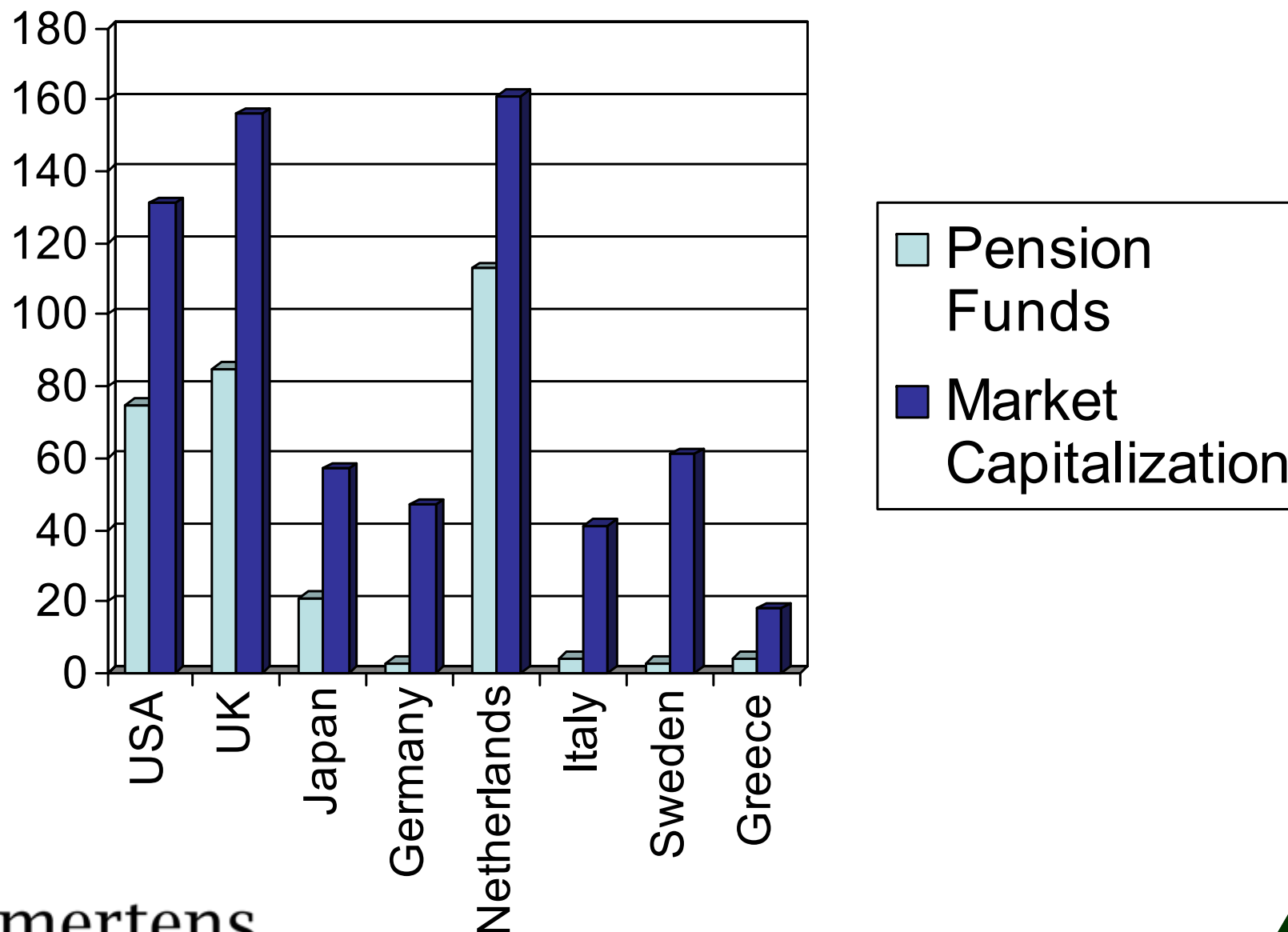


# Объем активов частных пенсионных фондов в странах ОЭСР (2001)

	Всего активов	% к ВВП		Всего активов	% к ВВП
Australia	417.9	62	Japan	811.6	21
Austria	22.8	1	Korea	11.5	3
Belgium	13.4	6	Mexico	11.4	2
Canada	418.8	48	Netherlands	383.2	113
Czech Republic	1.8	4	Norway	12.9	8
Denmark	39.0	22	Poland	4.9	3
Finland	10.9	9	Portugal	12.4	12
Germany	63.0	3	Spain	12.8	2
Greece	4.7	4	Sweden	6.8	3
Hungary	2.3	5	Switzerland	268.6	102
Ireland	48.5	52	UK	1226.3	85
Italy	48.1	4	United States	5115.9	75
<b>Всего в странах ОЭСР</b>				<b>8985.4</b>	<b>..</b>



## Негосударственные пенсионные фонды и рыночная капитализация (в % к ВВП)



# Структура активов пенсионных фондов

	Акции	Долговые обязат.	Недвижи- мость	Краткоср. влож. и др.
United Kingdom	77.6	13.9	4.8	3.7
Ireland	58.42	29.64	6.84	5.1
Belgium	39.5	46.4	5.8	8.3
Sweden	27.59	62.14	5.52	4.75
Denmark	26.93	62.87	7.07	3.13
The Netherlands	26	63	8	3
Luxembourg	21.2	60.5	0	18.3
France	13.58	38.02	8.08	40.32
Austria	12.95	70.62	0.76	15.67
Greece	10.16	52.98	12.72	24.14
Portugal	9.42	26.83	4.27	59.48
Finland	9.2	60.50	13.2	17.10
Italy	7.71	63.04	20.99	8.26
Germany	7.7	74.10	6.5	11.7
Spain	5	76	1	18



# Подходы к регулированию инвестиций пенсионных фондов

- Правило ответственного поведения (Prudent Person Rule)
  - поведенческий стандарт
  - структура портфеля в различных фондах может различаться
  - **“Управляющий пенсионным фондом должен выполнять свои обязанности с ответственностью, благоразумием, навыками, усердием так, как ответственный человек с аналогичными обязанностями выполнял бы подобные обязанности в любом другом предприятии такого рода”**
- Количественные ограничения
  - устанавливаются ограничения на максимальную долю определенных классов активов
  - любые подобные ограничения все же оставляют достаточно много свободы в выборе активов





# Сегменты рынка и структура портфеля

- Долговые обязательства
  - Правительство
  - Местные органы власти
  - Корпоративные
  - Обеспеченные ипотечными кредитами
- Акции
- Недвижимость
- Зарубежные инвестиции



# Рынок государственных облигаций: некоторые проблемы

- Главная роль - рынок государственных бумаг является специфичным общественным благом:
  - Ориентир для других рынков процентных инструментов с наименьшим уровнем риска неплатежа
  - Государственные облигации - один из главных инструментов ограничения риска портфеля
- Проблемы:
  - Малый объем
  - недостаточная ликвидность
  - Короткие сроки



# Рынки государственных обязательств: возможные решения

- Государственные органы должны понимать роль данного рынка как особого общественного блага
- Должна быть осуществлена программа действий (государственная политика) по повышению ликвидности рынка



# Рынки корпоративных облигаций: проблемы

- Невозможность адекватной оценки уровня кредитного риска заемщика
- Короткие сроки погашения
- Отсутствие ликвидности и неразвитая микроструктура рынка
- Наличие встроенных опционов, несущих в себе дополнительный риск
- Все еще небольшой размер рынка



# Рынок корпоративных облигаций: возможные решения

- Адекватная система кредитных рейтингов для внутренних выпусков облигаций может быть создана, если возможно объединить усилия:
  - рынка (напр. сорегулируемых организаций)
  - регулирующих органов
  - рейтинговых агентств
  - международных организаций



# Внутренний рынок акций

- Крайне низкая капитализация
- Крайне низкая ликвидность
- "Плохое" корпоративное управление
  - при этом рынок не создает стимулов для предприятий улучшать корпоративное управление
- Все еще недостаточно развитая инфраструктура



# Бумаги, обеспеченные ипотечными кредитами

- Потенциально огромный рынок качественных долгосрочных инструментов
- Решение множества технических и регуляторных проблем требует времени
- Вопросы, которые могли бы обсуждаться
  - Создание национальных ассоциаций как ключевых эмитентов?
  - Наличие государственных гарантий или создание иных гарантирующих механизмов?



# Зарубежные инвестиции пенсионных фондов

- Валютное регулирование
  - необходимы специальные правила для пенсионных фондов (как и для инвестиционных фондов), позволяющие осуществлять быстрые и эффективные решения в определенных законодательством границах
- Валютный риск
- Другие риски
  - "механические" ограничения часто неэффективны и слишком ограничительны
- Возросшая в последние годы волатильность зарубежных рынков





# Измерение риска и управление риском

- Рыночные риски
  - Процентные ставки
  - Цены акций и недвижимости
  - Валютные курсы
- Кредитный риск
- Риск ликвидности
- Инфляционный риск ?
- "Риск ошибочных ожиданий является **наибольшим** риском, наименее поддающимся количественному измерению, и наиболее недооцениваемый" (*Peter Davies, RiskMetrics Group*)
- Инвестиционный менеджмент как производственный процесс



# Реальная доходность портфелей пенсионных фондов (1967 - 1990)

	USA	UK	Germany	Netherl.	Sweden	Italy
<b>Портфель</b>	<b>2,2</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>	<b>4,0</b>	<b>0,2</b>	<b>n/a</b>
<b>Инфляция (CPI)</b>	<b>5,8</b>	<b>8,9</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>8,1</b>	<b>11,3</b>
<i>Займы</i>	3,5	1,4	5,3	3,8	3,4	2,7
<i>Закладные</i>	2,0	2,0	4,7	4,3	2,6	n/a
<i>Акции</i>	4,7	8,1	9,5	7,9	8,4	4,0
<i>Облигации</i>	-0,5	-0,5	2,7	1,0	-0,9	-0,2
<i>Краткоср. инстр.</i>	2,0	1,7	3,1	1,6	1,3	-2,2
<i>Собственность</i>	3,4	6,7	4,5	4,6	n.a.	n/a
<i>Заруб. облигац.</i>	1,6	-0,1	3,0	-0,7	-0,2	-1,5
<i>Заруб. акции</i>	9,9	7,0	10,4	6,6	7,1	6,0

Source: Eijgenhuijsen and Buckley, 1999



# Выводы

- Существует риск медленной реализации пенсионной реформы по причине недостаточной развитости финансовых рынков
- В то же время существует риск сохранения "недоразвитости" финансовой системы по причине неэффективного пенсионной реформы
- Должны быть разработаны и приняты к осуществлению точные действия в области государственной политики по развитию финансовых рынков с целью поддержания эффективного осуществления пенсионной реформы
- Опыт других стран может и должен быть использован с целью снизить возможность повторения ошибок
- Не существует простых и очевидных решений в области регулирования инвестиционной деятельности фондов и управления рисками
- Важнейшее значение имеет профессионализм и компетентность как регулирующих органов так и управляющих пенсионными средствами



# ССЫЛКИ

1. I. Fender. *Institutional Asset Managers: Industry Trends, Incentives and Implications for Market Efficiency*. BIS Quarterly Review. September 2003.
2. W. Sharpe. *Budgeting and Monitoring Pension Fund Risk*. Financial Analysts Journal. September/October 2002.
3. D. Vittas. *Pension Reform and Capital Market Development: "Feasibility" and "Impact" Preconditions*. World Bank, 1999
4. Russell Galer. *Pension Fund Investment Regulation: Prudent Person and Quantitative Limits Approaches*. Conference on Pension Reform in Russia: From Legislation to Implementation. Moscow, 2003.
5. Peter Davies. *Management of Investment Risk*. Conference on Pension Reform in Russia: From Legislation to Implementation. Moscow, 2003.
6. Asset Prices and Asset Management Industry. *BIS 68th annual report*. 2001.
7. H. Eijgenhuijsen, A. Buckley. An Overview of Returns in Europe. The European Journal of Finance 5, 1999.

